

消费增速超预期回升，投资增速边际走低 ——2025年5月经济数据点评

点评

- **受关税和外需趋弱的影响，工业增加值增长延续放缓态势。**2025年1-5月，全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，较1-4月增速回落0.1个百分点，5月单月工业增加值同比增长5.8%，较4月回落0.3个百分点，略低于市场预期。关税对出口的负面影响仍在，叠加海外需求趋弱，5月份工业增加值增速边际下滑，出口交货值同比增速从4月的0.9%继续走低至5月的0.6%。5月产品销售率为95.9%，同比下降0.8个百分点，降幅较4月的-0.2个百分点扩大。5月单月，三大门类增加值同比增速分化，采矿业增加值同比增速持平4月为5.7%，制造业增加值同比增速较4月下滑0.4个百分点至6.2%，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较4月上升0.1个百分点至2.2%。分行业看，5月，铁路、船舶、航空航天业、电气机械和器材制造业、纺织业、化学原料和化学制品制造业增加值同比增速下滑较多，增加值增速边际回升的有汽车制造业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业等。其中，汽车制造业同比增速较4月提升2.4个百分点至11.6%，或与汽车内需和出口均有较好表现有关。分产品看，发电机组、工业机器人、金属切削机床增速下降较多，而服务机器人、微型计算机设备和集成电路等产量有显著支撑，增速分别较4月提升17.2、10.3和7.5个百分点至13.8%、8.1%和11.5%。此外，新动能制造业生产增势较好，5月装备制造业增加值同比增长9.0%，高技术制造业增加值增长8.6%，分别快于全部规模以上工业增加值3.2和2.8个百分点，但受出口边际下滑的影响，装备制造业、高技术制造业增加值增速分别走低0.8和1.4个百分点。6月9日中美第二场经贸磋商举行，有助于进一步缓和中美之间的经贸关系，且中欧电动汽车谈判等议题取得进展，预计对出口增速将有一定支撑作用，工业增加值增速有望保持平稳增长。
- **假期叠加天气影响，狭义、广义基建投资增速均回落。**2025年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长3.7%，比1-4月下降0.3个百分点。分区域来看，东部、中部、西部和东北地区投资增速分别下滑0.8、0.3、0.4和5.5个百分点至0.5%、4.5%、4.9%和2.1%。基建投资方面，1-5月狭义基建投资同比增长5.6%，比1-4月下降0.2个百分点，广义基建投资累计同比增长10.42%，较1-4月下降0.43个百分点。其中，公共设施管理业投资同比增速下滑1.1个百分点至3.8%，道路运输业投资同比下滑0.4%，降幅收窄0.5个百分点，铁路运输业投资同比升高2.3%，涨幅走扩0.7个百分点，水利管理业投资增速下降4.1个百分点至26.6%。5月单月，狭义基建投资同比增长5.1%，较4月下滑约0.7个百分点，广义基建投资同比增速下滑约0.4个百分点至9.2%，基建投资增速边际走低主要受假期以及梅雨等因素影响，但仍维持高速增长态势。从高频数据来看，截至6月11日，6月石油沥青装置开工率平均为31.4%，高于5月份的30.4%，仍保持回升态势。5月地方政府新增专项债发行显著加快，单月发行规模4383亿元，加之超长期特别国债的发行也已启动，有望对后续基建投资增速形成支撑。
- **地产投资降幅扩大，销售热度与价格边际走弱。**2025年1-5月，全国房地产开发投资同比下降10.7%，降幅较1-4月扩大0.4个百分点。5月单月，房地产投资同比下降11.98%，降幅较4月扩大0.68个百分点。供给端，房屋施工和新开工面积分别收窄0.5、1个百分点至-9.2%、-22.8%，房屋竣工面积降幅扩大0.4个百分点至-17.3%。销售端，商品房销售面积降幅扩大0.1个百分点

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

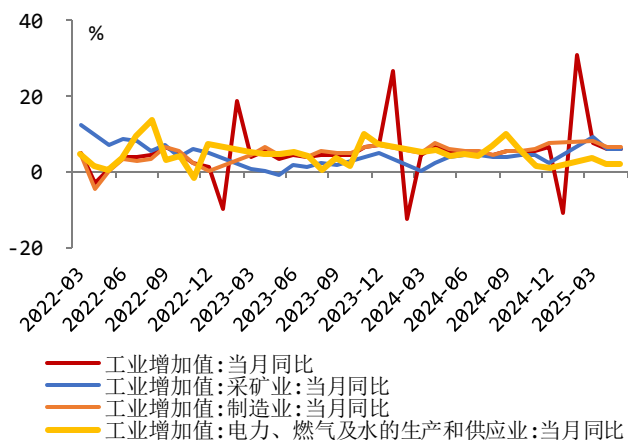
1. 居民中长贷转正，直接融资拉动社融扩张——5月社融数据点评 (2025-06-16)
2. “H+A”新程开启，中美经贸磋商达成原则一致 (2025-06-13)
3. 进、出口增速均回落，对欧、非出口是亮点——5月贸易数据点评 (2025-06-10)
4. 油价主导下行压力，核心CPI同比涨幅扩大——5月通胀数据点评 (2025-06-10)
5. 国内流动性延续宽松，欧洲央行如期降息 (2025-06-07)
6. 应时而变——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略 (2025-06-05)
7. 关税博弈缓和下，制造业景气度回升——5月PMI数据点评略 (2025-06-03)
8. 工企盈利改善，美关税政策“过山车” (2025-05-30)
9. “低利率时代”息差收窄，美国PMI超预期扩张 (2025-05-25)
10. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解 (2025-05-22)



至-2.9%，而销售额同比降幅扩大 0.6 个百分点至-3.8%，待售面积同比涨幅收敛 0.6 个百分点至 4.2%，已经降至 2022 年以来最低水平，今年以来商品房库存去化加快。5 月单月来看，商品房销售面积和销售额同比分别下降 3.3%和 6%，降幅较 4 月份扩大 1.2 和收窄 0.7 个百分点。5 月，国房景气指数为 93.72，较 4 月下降 0.13 点，连续两个月环比下降，5 月份楼市成交热度延续降温。从房价表现来看，5 月 70 个大中城市中，各线城市新建商品住宅销售价格环比均呈现下降态势，同比降幅继续收窄，二手住宅销售价格环比降幅均扩大，各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比降幅均持续收窄。高频数据显示，截至 6 月 15 日，6 月 30 个大中城市商品房成交面积为 326.92 万平方米，同比去年同期下滑 9.98%，地产成交热度继续回落。5 月，房地产市场迎来密集政策窗口期。截至 5 月 31 日，24 城出台 28 条楼市松绑政策，其中多地政策聚焦于城中村改造、高品质住宅标准放宽及国企收储存量房去库存等。6 月 13 日，国常会指出要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。后续城市更新有望成为稳楼市的抓手，国内楼市有望延续企稳态势。

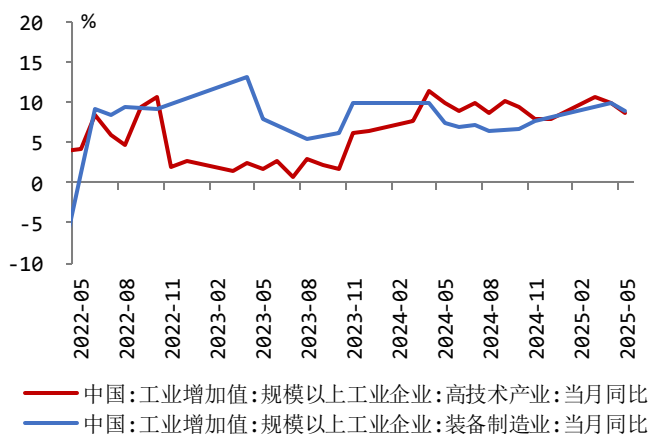
- **制造业投资增速继续走低，但仍保持较快增长。**2025 年 1-5 月，制造业投资同比增长 8.5%，增速较 1-4 月下降 0.3 个百分点，比全国固定资产投资同比增速高 4.8 个百分点，仍保持较快增长态势。13 个主要行业中，1-5 月铁路、船舶、航空航天制造业、汽车制造业投资增速均在 20%以上，延续高速增长态势，边际上看，除了纺织业投资增速边际回升之外，其余 12 个主要行业投资增速均回落，铁路、船舶、航空航天制造业同比增速下降较多，较 1-4 月下滑 3.5 个百分点至 26.1%，其次是有色金属冶炼及压延加工业、计算机通信等制造业，增速分别下滑 2.1、2 个百分点至 14.3%、7%。1-5 月，高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，专业技术服务业投资同比分别增长 41.4%、24.2%、21.7%、11.9%。5 月单月，制造业投资同比增长 7.8%，较 4 月边际下滑 0.4 个百分点，在关税不确定性影响下企业投资意愿有所转弱。当地时间 6 月 9 日至 10 日，中美双方在伦敦举行经贸磋商机制的首次会议，就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。后续制造业投资或仍取决于关税谈判的预期，但在基数走低的背景下，制造业投资增速或温和回升。
- **国补、促销叠加新消费，社消增速超预期上升。**2025 年 1-5 月，社会消费品零售总额同比增长 5%，较今年 1-4 月增速提升 0.3 个百分点，5 月单月社会消费品零售总额同比增 6.4%，较 4 月升高 1.3 个百分点，高于市场预期，5 月消费增速超预期与政策国补、618 促销以及新消费火热等因素相关。1-5 月全国网上零售额同比增长 8.5%，增速较 1-4 月升高 0.8 个百分点。从具体类别来看，5 月份限额以上单位 16 个商品类别中，仅石油及制品零售同比负增，其余 15 类零售额均同比正增。“以旧换新”补贴和 618 促销支持下，家电、通讯器材消费实现出色增长，家电、通讯器材 5 月零售额同比增速分别升高 14.2 和 13.1 个百分点至 53%和 33%；“谷子经济”催生新消费热潮，中国潮玩拉布布在国内外市场掀起抢购热潮，5 月体育、娱乐用品类零售同比增长 28.3%，增速较上月走高 5 个百分点；消费者购金热情依然高涨，5 月金银珠宝类零售增速为 21.8%，虽由于金价调整零售增速边际下滑 3.5 个百分点，但仍连续两月保持在 20%以上的高位增长区间；在五一和端午双节宴请需求带动下，烟酒类零售额同比增长 11.2%，增速较上月升高 7.2 个百分点；5 月楼市成交延续企稳，建筑及装潢材料零售同比保持正增长，为 5.8%，但由于二手房成交动能有所放缓，零售增速边际走低 3.9 个百分点。从服务消费来看，1-5 月份，服务零售额同比增长 5.2%，增速比 1-4 月加快 0.1 个百分点，高于同期商品零售额增速 0.2 个百分点；餐饮收入同比增长 5%，增速较 1-4 月加快 0.2 个百分点。由于去年同期基数走低，后续社零消费增速或保持平稳增长态势。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外政策和经济超预期变化。

图 1：三大门类增加值增速走势分化



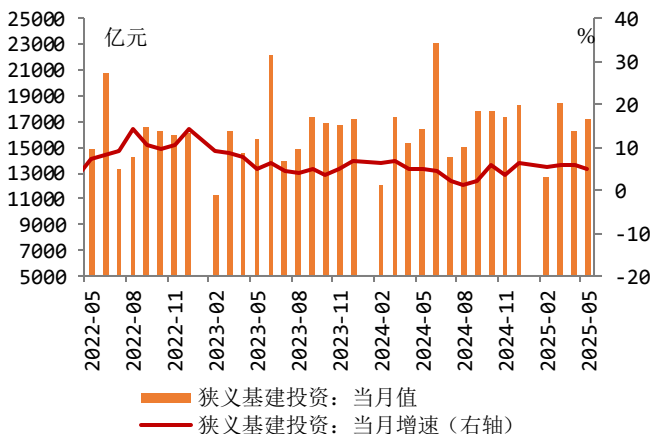
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：高技术产业、装备制造业增加值增速边际下滑



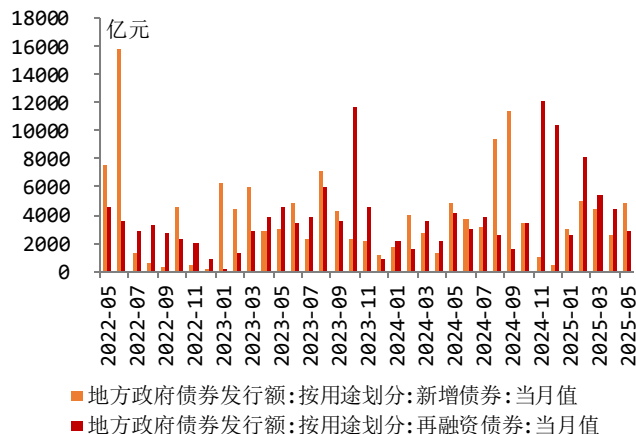
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：狭义基建投资增速走低



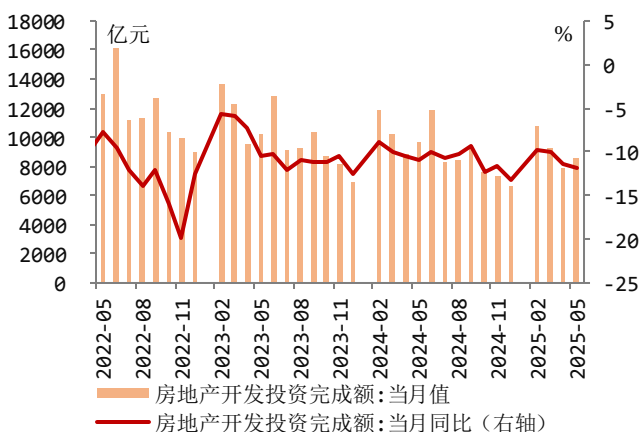
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：5 月再融资债券发行下滑，新增债券发行增多



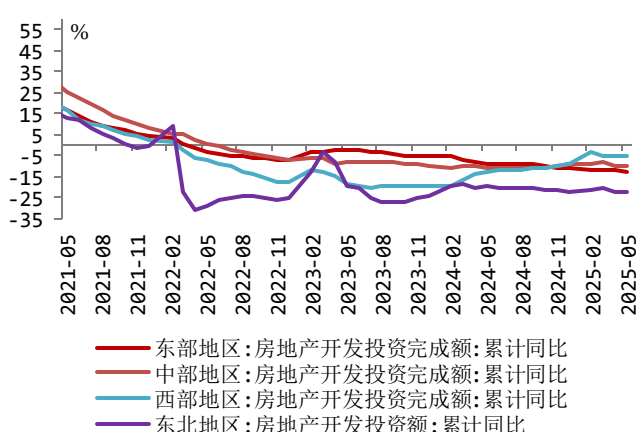
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：房地产开发投资同比降幅扩大



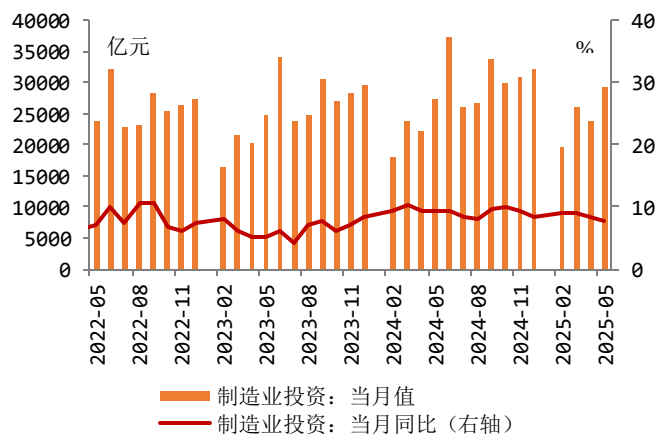
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：不同地区房地产开发投资情况



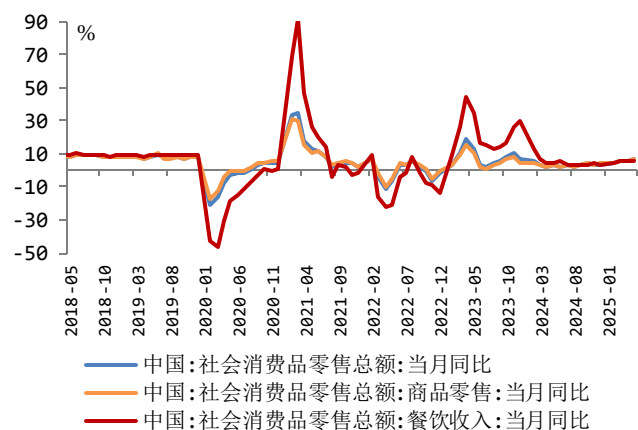
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：制造业投资增速走低



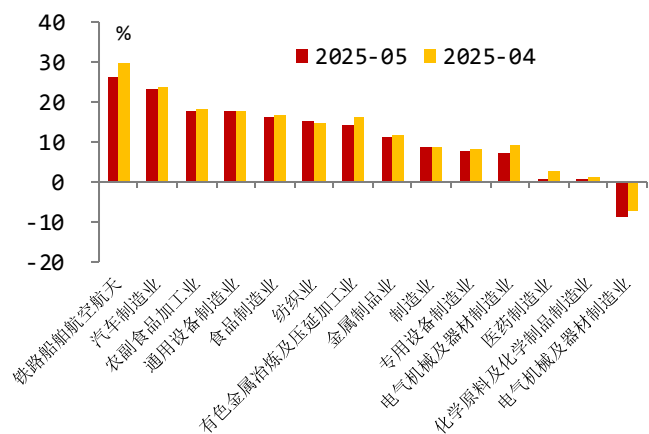
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：社会消费品零售总额增速回升



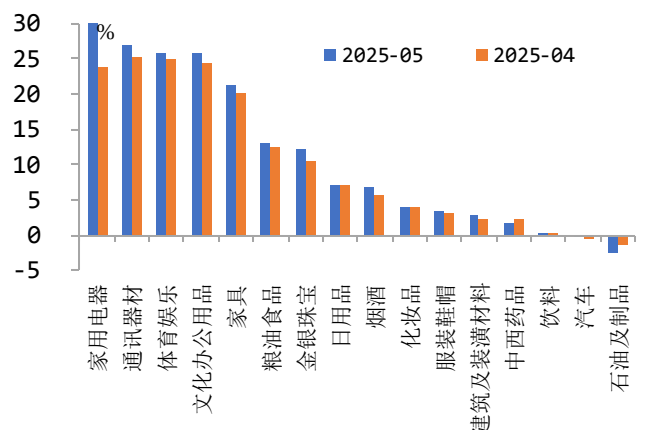
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：制造业投资各行业增速变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn